

分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

降本增效，股东盈利增厚，周转普遍提升

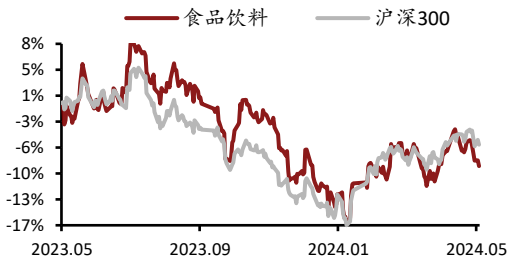
——食品饮料行业 2023 年业绩分析

证券研究报告-行业分析报告

同步大市(维持)

食品饮料相对沪深 300 指数表现

发布日期：2024 年 05 月 30 日



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《食品饮料行业专题研究：预制菜产业之河南发展现状》 2024-05-28

《食品饮料行业专题研究：区位优势显著，企业资源丰富，政策支持力度大》 2024-05-24

《食品饮料行业月报：食饮板块全面反弹，核心资产表现突出》 2024-03-08

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- 根据 IFIND，2023 年，食品饮料行业上市公司的平均收入规模达到 82.46 亿元，同比增长 7.03%，增幅录得 2016 年以来的新低。在肉制品的拖累下，食品加工类的平均收入录得-2.56%的负增长。但是，传统的白酒收入保持了较高增长，从而拉动食品饮料整体实现了个位数的较保守增长。保健品、软饮料、烘焙等活跃的新兴市场仍录得显著增长，成为 2023 年的基本面亮点以及民生消费的动向指南。白酒收入增长保持强劲。考虑到 2023 年白酒产量减少 2.8%，故收入增长大概率来自结构提升及市场集中。
- 2023 年，食品加工、休闲食品、调味品等行业的毛利率分别下行 0.29、0.03 和 0.5 个百分点，是 2019 年之后下行的延续，传统大类的盈利尚未见底。考虑到 2023 年成本进入回落阶段，所以我们认为盈利延续下滑是价格普遍下跌、市场竞争加剧、产品促销力度大以及销售增长低迷等市场因素所造成。在传统的民生大类销售低迷且盈利下滑的同时，酒类和软饮料的盈利呈上升趋势，我们认为这主要受益于头部品牌持续推进的结构升级。预加工食品市场竞争加剧，上市公司的盈利进一步下滑。
- 2018 年以来，市场竞争普遍加剧、企业毛利率持续下滑，在这种情况下上市公司的股东盈利却不断大幅上升，2023 年净利润率继而升至 20.51%。我们认为，在存量市场博弈阶段，收缩各项费用支出、增厚股东回报的经营策略显示出了良好的效果。
- 2023 年，保健品、啤酒、其它酒、软饮料、零食、烘焙和熟食等民生品类的市场周转效率提升明显，显示出基础消费市场的活力正在恢复。2023 年，白酒和调味品的存货周转效率下降，由于在食品饮料中权重较大，二者周转放缓对食品饮料板块整体影响显著，因而板块整体的周转效率下降。

风险提示：预制菜市场竞争加剧，盈利进一步下滑；白酒和调味品的市场需求回落。

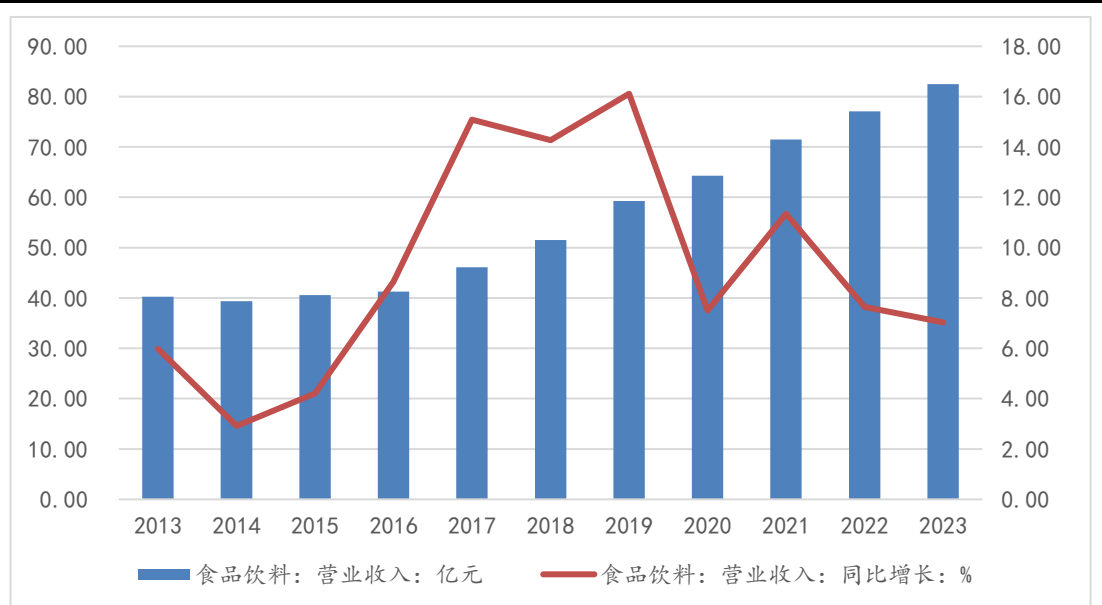
1. 传统行业收入增长收敛

根据 IFIND，2023 年，食品饮料行业上市公司的平均收入规模达到 82.46 亿元，同比增长 7.03%，增幅录得 2016 年以来的新低。

在肉制品的拖累下，食品加工类的平均收入规模录得-2.56%的负增长。但是，传统的白酒收入保持了较高增长，从而拉动食品饮料整体实现了个位数的较保守增长。

保健品、软饮料、烘焙等活跃的新兴市场仍录得显著增长，成为 2023 年的基本面亮点以及民生消费的动向指南。

图 1：食品饮料行业收入规模及其增速



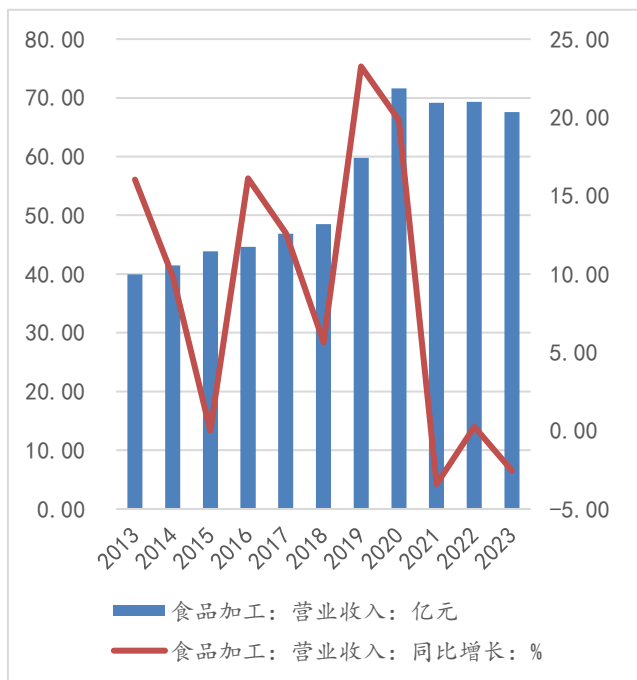
资料来源：中原证券研究所 IFIND

1.1. 食品加工类收入负增，肉制品拖累严重

根据 IFIND，2023 年，肉制品上市公司的平均收入规模为 157.65 亿元，同比增长-8.09%，已经连续三年负增长。同期，猪肉价格跌至 20.45 元/公斤，下跌幅度达到 21.19%；鸡肉价格跌至 9.73 元/公斤，下跌幅度达到 16.84%。肉价普遍下跌是肉制品板块收入收缩的主要原因。

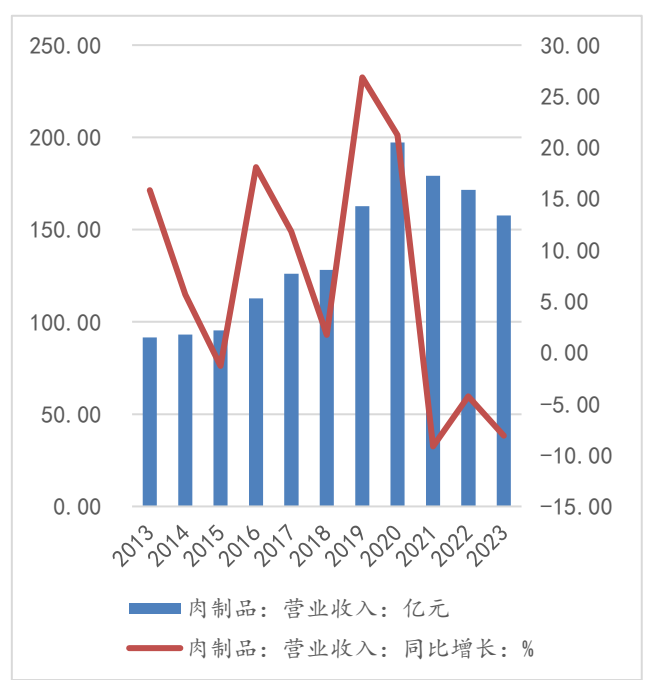
在肉制品的拖累下，食品加工类的平均收入录得-2.56%的负增长，收入规模降至 67.57 亿元。

图 2：食品加工行业收入规模及其增速



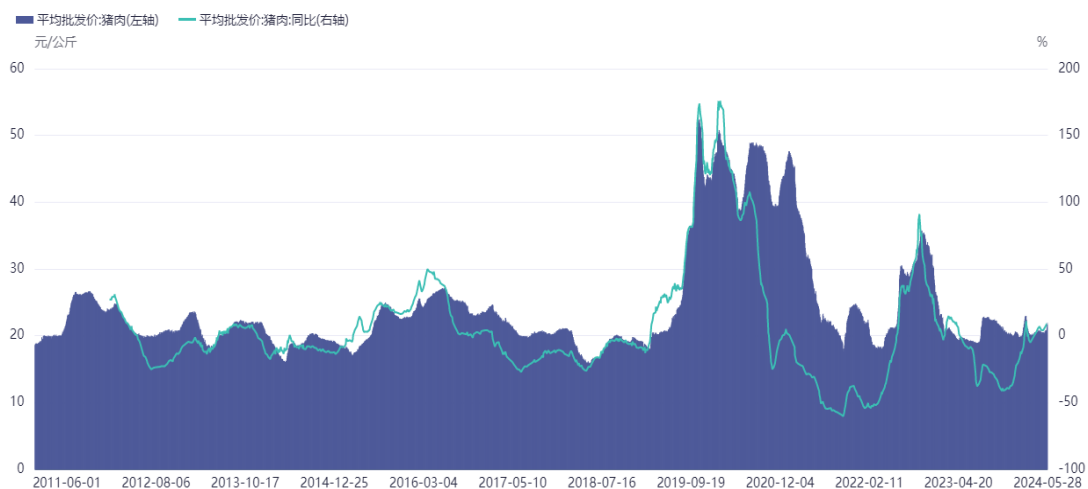
资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 3：肉制品收入规模及其增速



资料来源：中原证券研究所 IFIND

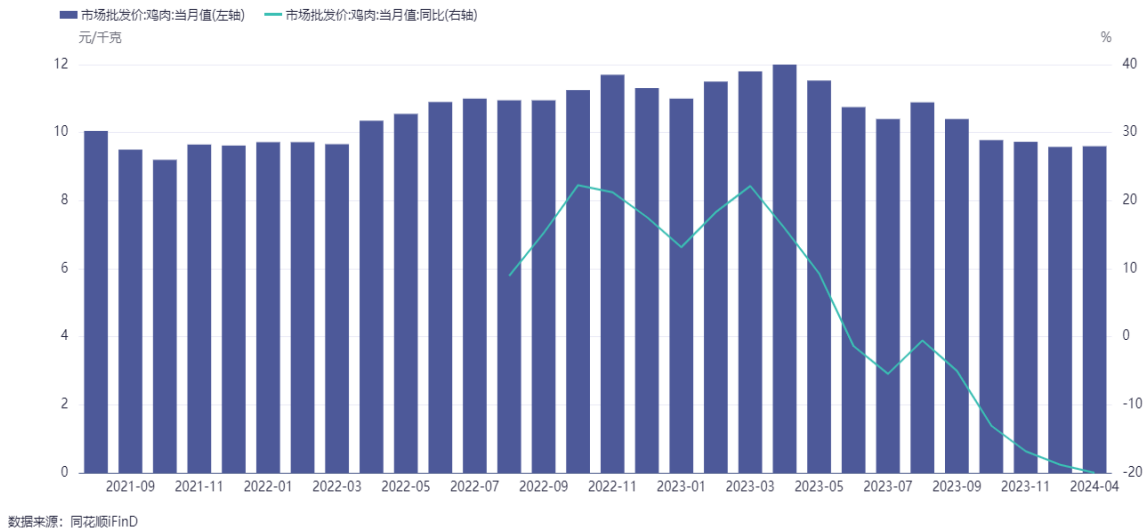
图 4：全国猪肉批发均价



数据来源：同花顺FinD

资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 5：全国鸡肉批发均价

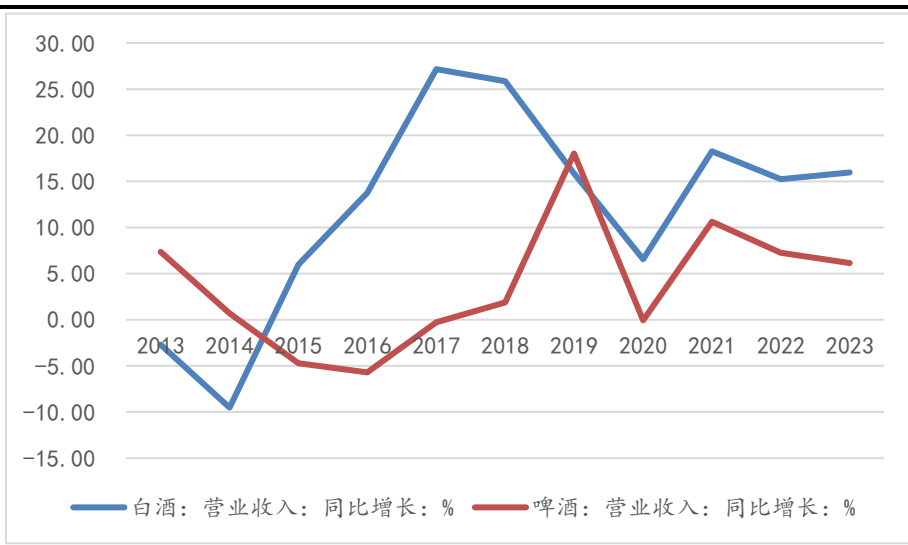


资料来源：中原证券研究所 IFIND

1.2. 白酒增长仍然强劲，拉动食品饮料整体

白酒收入增长保持强劲。考虑到 2023 年白酒产量减少 2.8%，故收入增长大概率来自结构提升及市场集中。根据 IFIND，白酒收入增长保持强劲：2023 年上市公司收入增长 15.97%，尽管较 2016 至 2019 年期间的增幅收敛，但仍然保持强劲。考虑到 2023 年白酒产量减少 2.8%，故收入增长大概率来自结构提升及市场集中。在白酒收入的增长带动下，食品饮料整体才录得 7.03% 的保守增幅。

图 6：白酒收入规模及其增速



资料来源：中原证券研究所 IFIND

1.3. 传统品类增长低迷，预制菜不及预期

啤酒、乳制品、休闲食品、调味品等传统民生品类增长低迷，预制菜的销售增长不及预期。2023年，啤酒、乳制品、休闲食品、调味品等几大传统品类的上市公司平均收入分别增长6.16%、1.29%、4%和2.15%，部分增速明显以2019年为分水岭，之后便进入增长的回落阶段。我们认为，2019年之后民生消费低迷，传统品类创新乏力，市场竞价促销力度大，等等，是增长低迷的主要原因。

预制菜上市公司的收入增长不及预期，主要是被权重较大的传统速冻食品所拖累，而新品类仍保持了较高的增长。2023年，预制菜上市公司的平均收入规模为36.59亿元，同比增长5.9%。其中，安井食品、惠发食品、千味央厨、春雪食品、盖世食品等聚焦餐供市场或新兴预制菜品的公司仍保持了较高的销售增长。但是，传统速冻食品如三全食品、克明食品等，2023年收入减少，这些传统公司的板块权重较大，由此拉低了板块整体表现。

图 7：啤酒收入及其增长

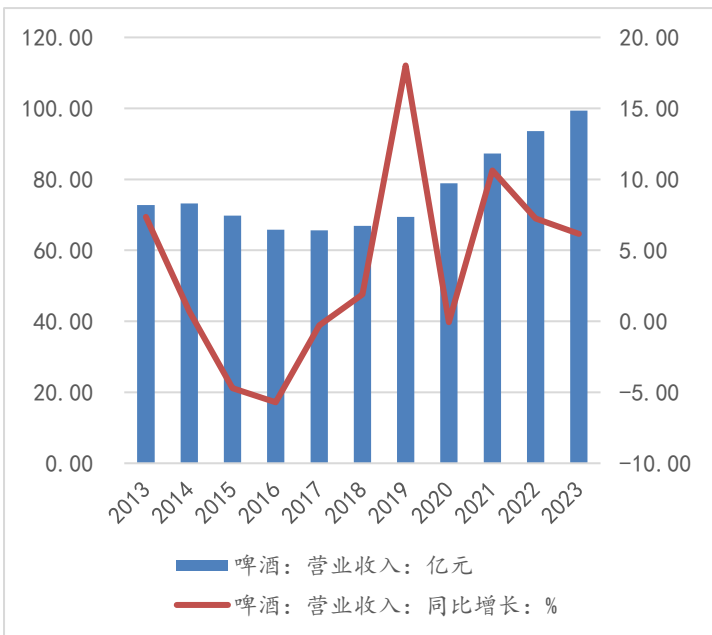
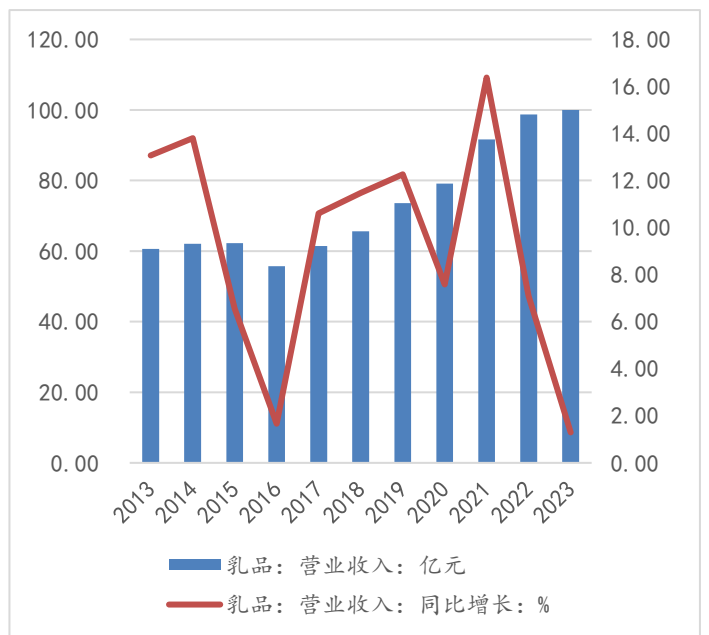


图 8：乳品收入及其增长



资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 9：休闲食品收入及其增长

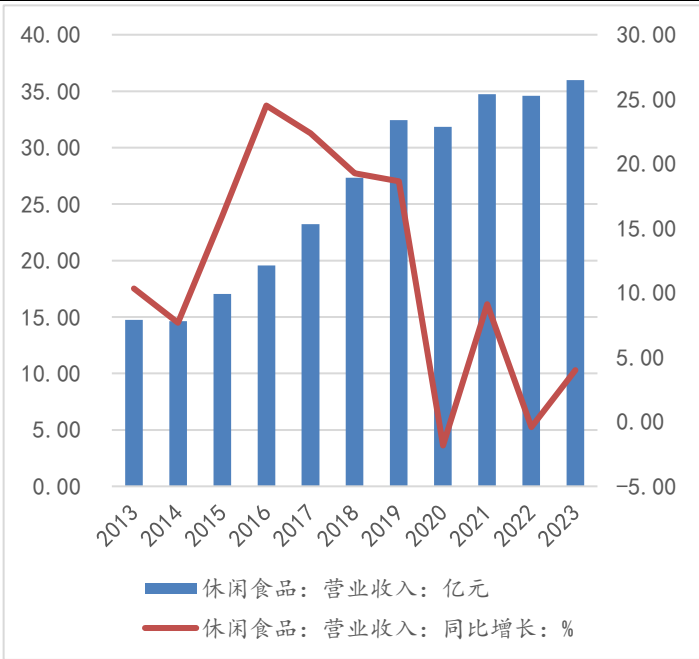
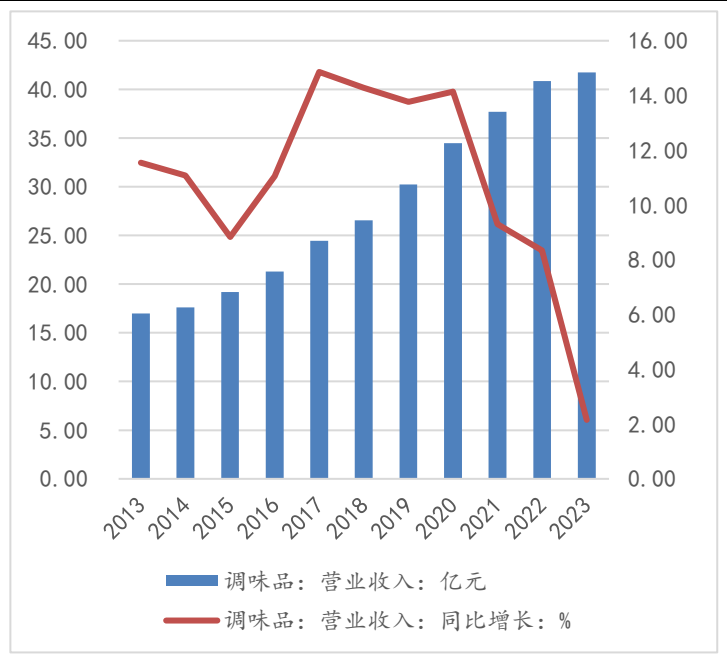


图 10：调味品收入及其增长



资料来源：中原证券研究所 IFIND

1.4. 新品类“长势喜人”

随着传统品类增长消退，新品类如保健品、烘焙、软饮料等，其收入增长展现高势能。2023年，保健品、烘焙、软饮料等行业的上市公司平均收入分别增长19.9%、10.63%、13.07%，超过了行业整体。上述行业的高增长能否得以持续仍取决于市场需求、产品性价比和创新等方面的条件。

图 11：保健品收入及其增长

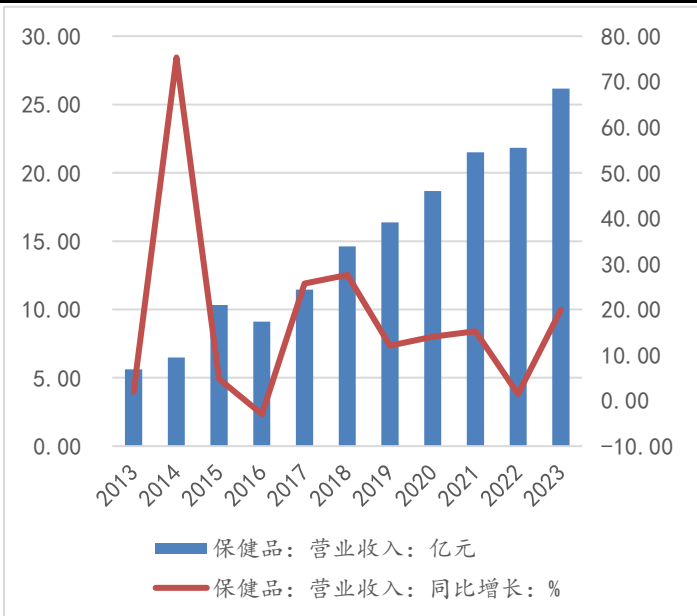
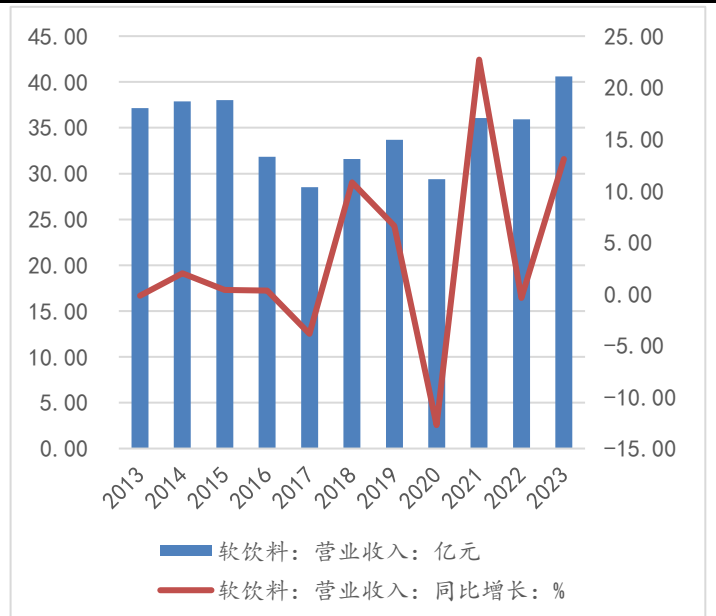
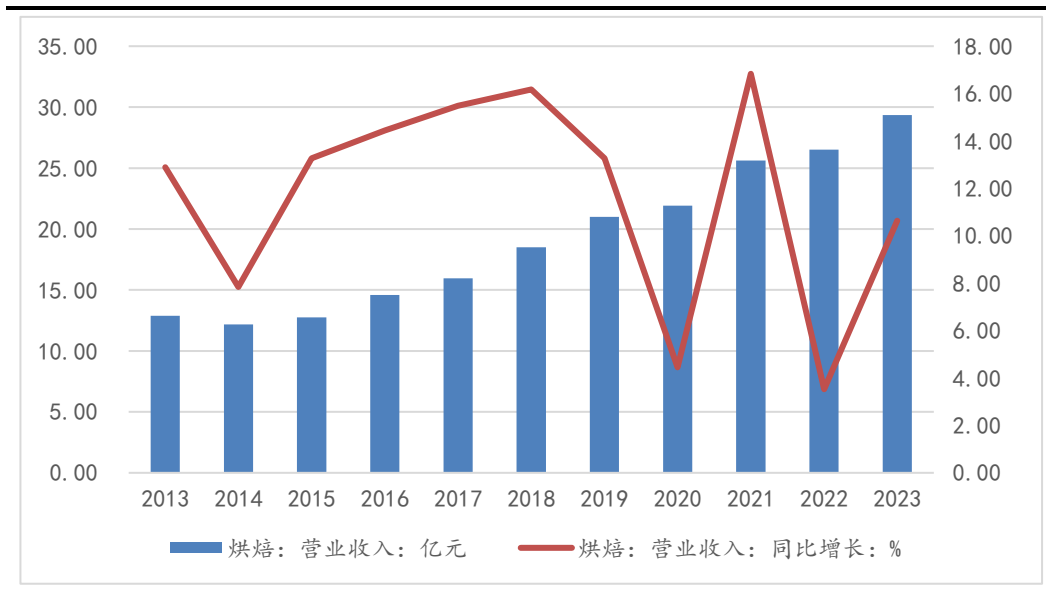


图 12：软饮料收入及其增长



资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 13：烘焙收入规模及其增速



资料来源：中原证券研究所 IFIND

2. 成本下行阶段盈利仍普遍下滑

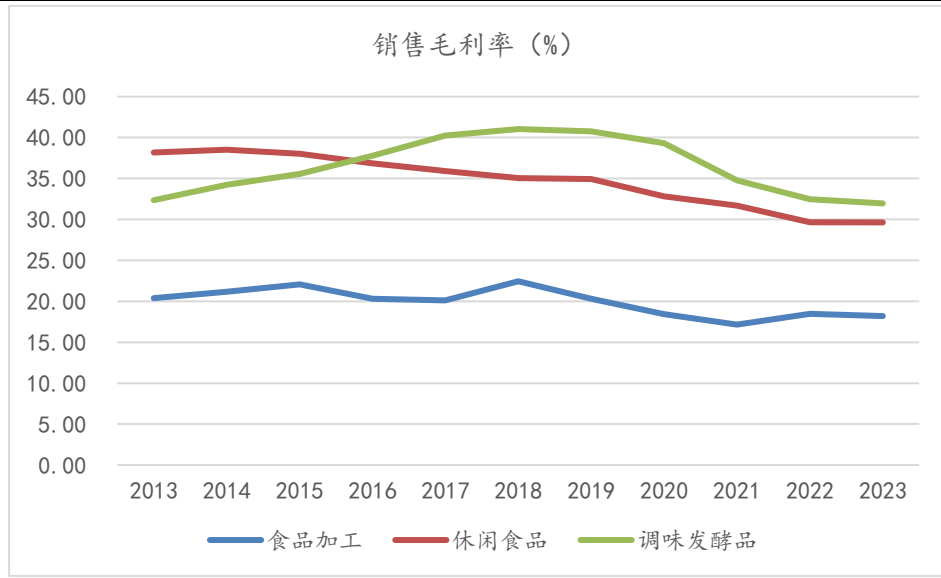
2023 年，食品饮料的多数子行业的毛利率下降：食品加工、休闲食品、调味品等盈利下行仍未见底。2023 年，受益于产品结构提升，酒类和软饮料的毛利率上升；此外，受益于原奶价格下跌，乳品行业的盈利略有起色。

2.1. 传统大类的盈利仍未见底

2023 年，食品加工、休闲食品、调味品等行业的毛利率分别下行 0.29、0.03 和 0.5 个百分点，是 2019 年之后下行的延续，传统大类的盈利尚未见底。

考虑到 2023 年成本进入回落阶段——当期 PPI 下行 3 个百分点，食品类 CPI 下行 0.3。此外，2023 年食品饮料上市公司的平均营业成本同比仅增 2.46%，低于收入 5 个百分点，故成本不是盈利下滑的原因。剔除成本因素，我们认为盈利延续下滑是价格普遍下跌、市场竞争加剧、产品促销力度大以及销售增长低迷等市场因素所造成。

图 14：传统大类的盈利持续下行

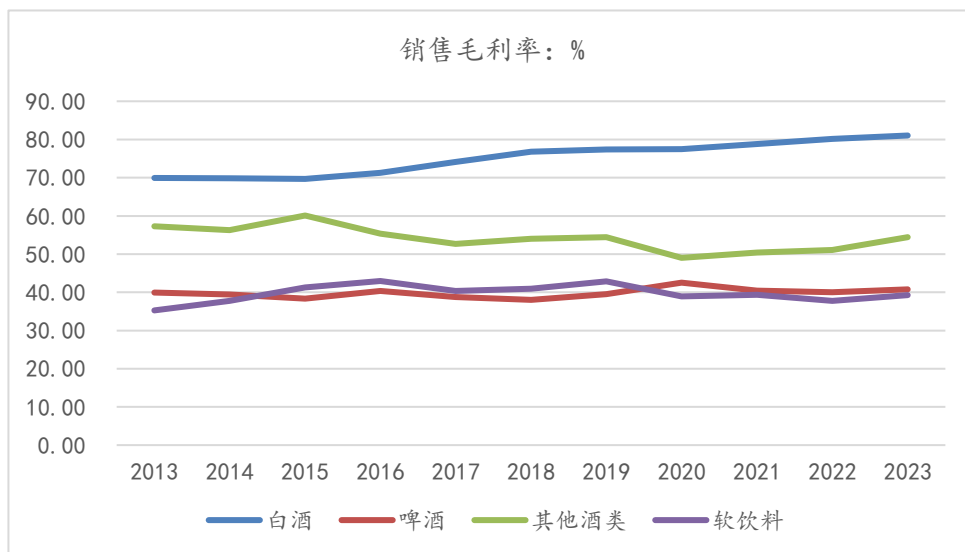


资料来源：中原证券研究所 IFIND

2.2. 酒类和软饮料结构升级

在传统的民生大类销售低迷且盈利下滑的同时，酒类和软饮料的盈利呈上升趋势，我们认为这主要受益于头部品牌持续推进的结构升级。白酒市场头部化带来了行业红利，并促进了白酒消费的集中化，从而提升了白酒的议价权，产品升级得以推进；软饮料的受众群体主要是年轻人，这个群体对于产品创新喜闻乐见，而软饮料的创新较为活跃，我们认为是产品创新和年轻的消费群支持了产品升级。

图 15：酒水盈利持续上升



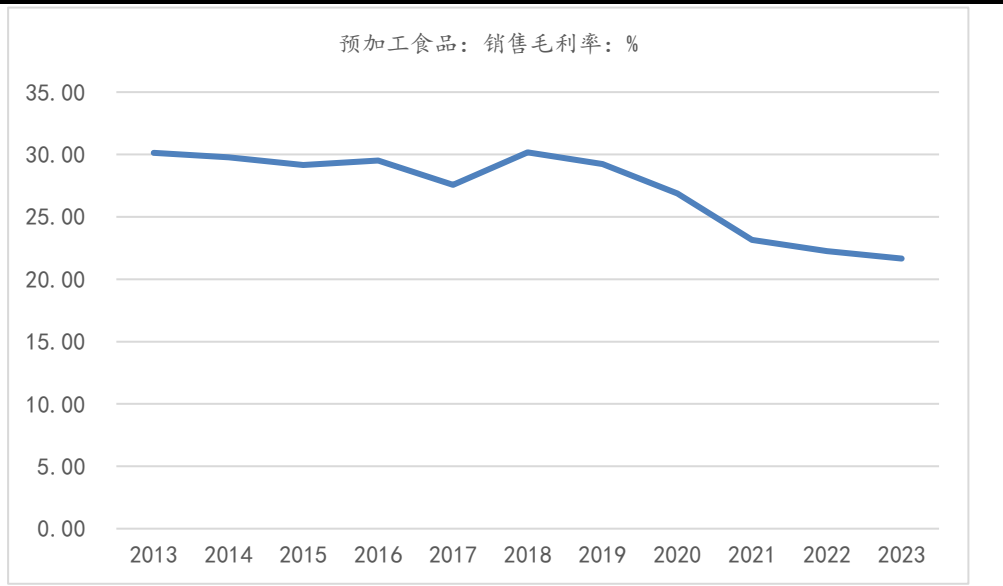
资料来源：中原证券研究所 IFIND

2.3.

2.4. 预加工食品的盈利下滑

预加工食品市场竞争加剧，上市公司的盈利进一步下滑。2023 年，预加工食品的销售毛利率进一步下滑至 21.66%，自 2018 年 30.17% 的高点下降了近 10 个百分点。由于前期较好的利润表现，2018 年以后预加工食品市场的进入者增多，市场竞争加剧，导致上市公司的盈利自 2018 年之后大幅下行，2023 年是盈利下行的延续，目前尚未见底。

图 16：预加工食品的盈利持续下滑



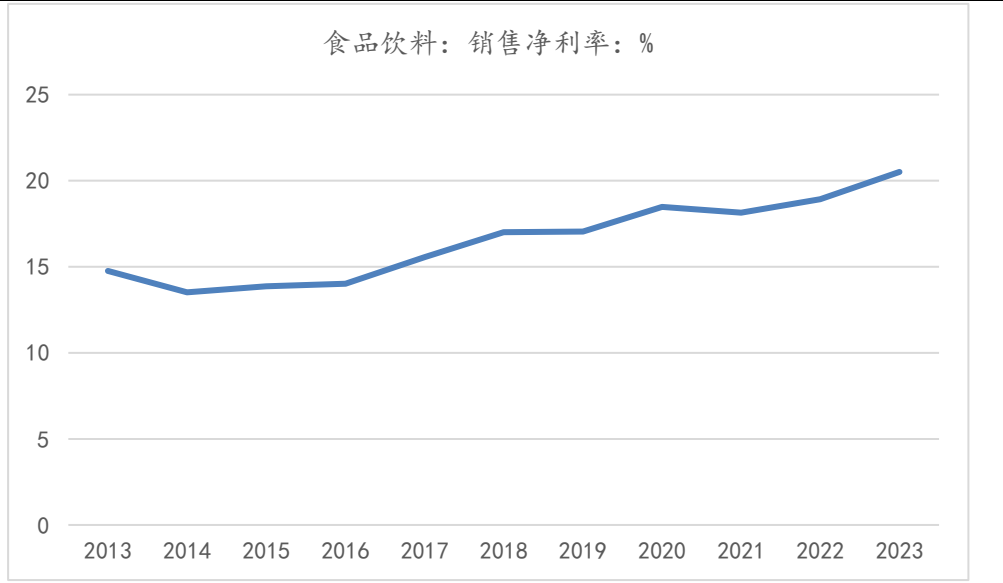
资料来源：中原证券研究所 IFIND

3. 控本增效，股东利润增厚

2018 年以来，市场竞争普遍加剧、企业毛利率持续下滑，在这种情况下上市公司的股东盈利却不断大幅上升，2023 年净利润率继而升至 20.51%。我们认为，在存量市场博弈阶段，收缩各项费用支出、增厚股东回报的经营策略显示出了良好的效果。企业在上行周期扩张，在下行周期收缩，以适应经济周期的波动，寻求自身的生存空间。

2018 年以来，食品饮料上市公司的净利润率不断上升，至 2023 年升幅超过 3 个百分点。其中，保健品、零食、熟食和调味品三个行业的净利润率回升幅度较大：2023 年分别同比上升了 3.92、1.27、2.17 和 2.85 个百分点。上述行业的业绩反转源于企业的产品结构提升、控费增效、加快周转等经营性策略。

图 17：食品饮料行业的净利润率提升

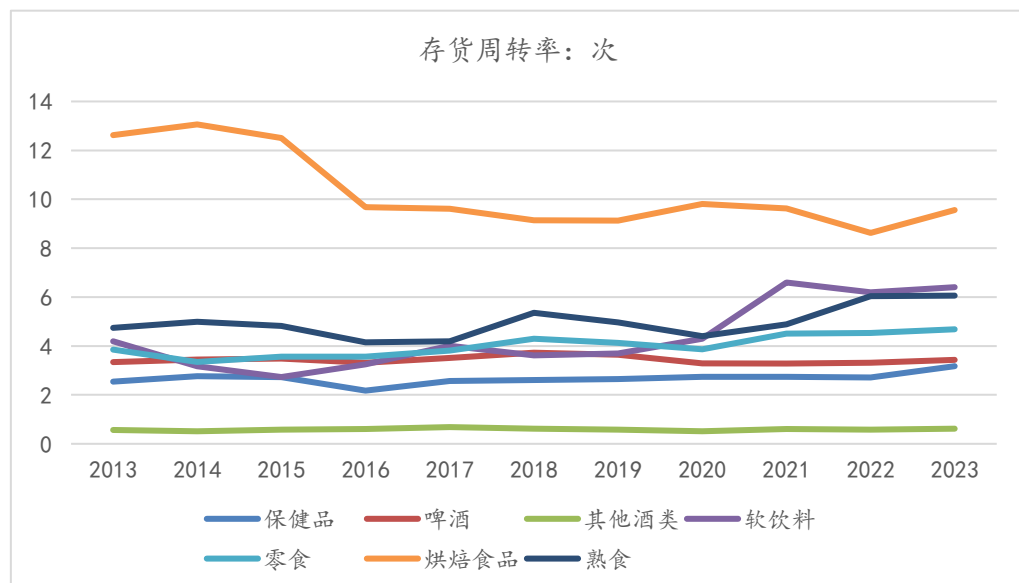


资料来源：中原证券研究所 IFIND

4. 多数子行业的市场周转效率提升

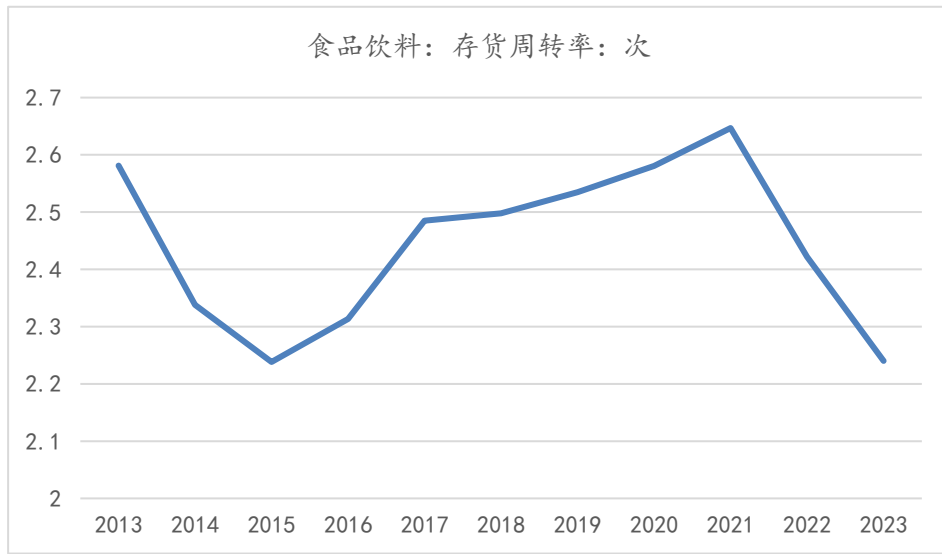
2023 年，保健品、啤酒、其它酒、软饮料、零食、烘焙和熟食等民生品类的市场周转效率提升明显，显示出基础消费市场的活力正在恢复。2023 年，白酒和调味品的存货周转效率下降，由于在食品饮料中权重较大，二者周转放缓对食品饮料板块整体影响显著，因而板块整体的周转效率下降。

图 18：多数子行业的存货周转效率提升



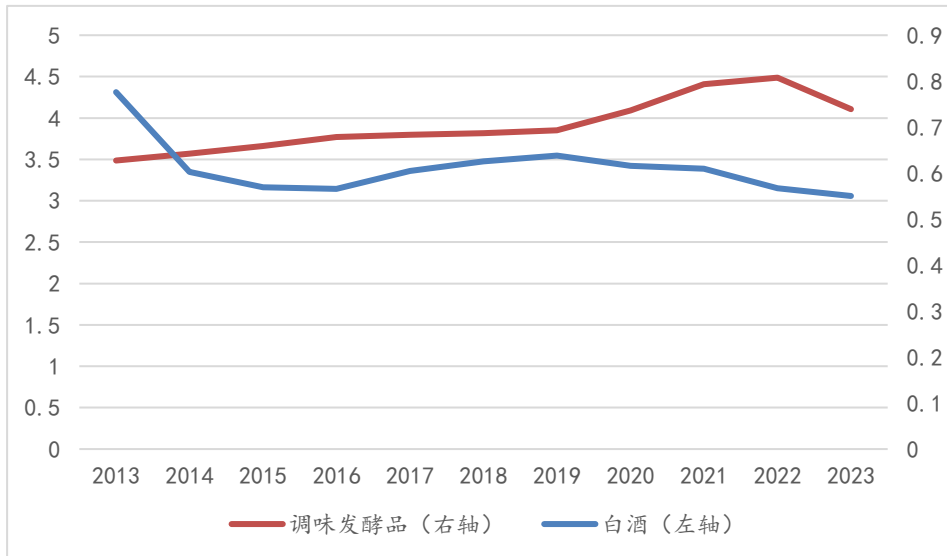
资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 19：食品饮料行业的存货周转效率



资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 20：白酒和调味品的存货周转效率下降



资料来源：中原证券研究所 IFIND

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。